

2015년 하반기 크레딧 시장 전망

리스크 관리를 시작하기에 아직은 이른 시점

Credit 박진영 CPA
02) 3787-2248
jypark@hmcib.com

15년 상반기 크레딧 스프레드 U자형 패턴

- 상반기 크레딧 스프레드는 U자형 패턴을 나타낸 가운데 3bp가량 축소
- 크레딧 채권은 1분기에는 수급호조에 힘입어 강세 나타낸 반면 2분기에는 기준금리 인하에도 불구하고 금리 변동성 심화, 신용등급 강등 등으로 약세 전환

이슈 1: 안심전환대출 MBS 발행

- 2015년 31.7조원의 안심전환대출 MBS가 발행되는 과정에서 은행권 채권 보유 비중이 증가했으며, 이는 크레딧 채권 수급에 부정적인 요소로 작용
- 은행권 MBS 의무보유기간인 1년 이후 매도가능증권으로 분류된 MBS의 매도 물량 늘어날 전망
- 예상보다 MBS 입찰은 무난하게 진행되면서 장기물 금리에 미치는 영향은 제한적. 하지만 은행들은 선경쟁 방식으로 시장에 매각된 MBS 물량만큼 추가적으로 MBS를 매입해야 하는 상황으로, 향후 콜옵션이 붙어있지 않은 3년 이하 만기의 MBS에 매수세 집중될 전망

이슈 2: 신용등급 조정 속도 가속화

- 작년에 이어 올해도 등급하향 조정이 지속되는 가운데 강도는 심화. 등급 상승 대비 등급 하락 비율은 2010년 0.5배에서 2015년 상반기 5.6배로 상승. 특히 AA급의 등급 하락 강도 심화
- 등급 하락의 원인은 재무안정성 저하, 지배구조 변화, 모회사의 지원의지 약화 등으로 다양했으며, 자체신용도 도입이 예정되었던 점이 등급 하락 심화의 근본적인 원인으로 판단됨
- 아직까지는 등급 조정이 마무리 된 시점은 아니라고 판단되기 때문에 향후 투자대상 기업의 펀더멘털 분석이 더욱 중요해질 전망

15년 하반기 크레딧 스프레드 전망 및 투자전략

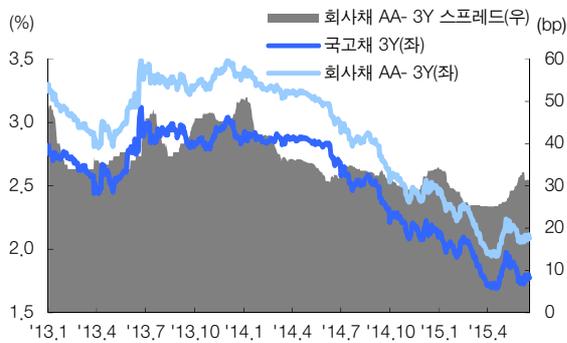
- 크레딧 스프레드는 3분기 MBS 매입 부담 감소 등으로 소폭 축소될 전망이나, 4분기 미 금리 인상 압력 증가에 따라 점진적으로 스프레드 확대될 전망
- 하반기 캐리 메리트 및 추가 스프레드 축소 여력이 존재하는 A 등급 채권 투자 전략이 유효할 전망. 다만, A등급 채권의 경우 종목별 펀더멘털 차이가 크게 나타나므로 종목 선별에 유의
- 투자 제약 요소가 많지만 캐리 메리트 측면에서 본다면 조건부자본증권도 매력적

1. 상반기 금리 및 스프레드 동향

상반기 크레딧 스프레드 U자형 패턴

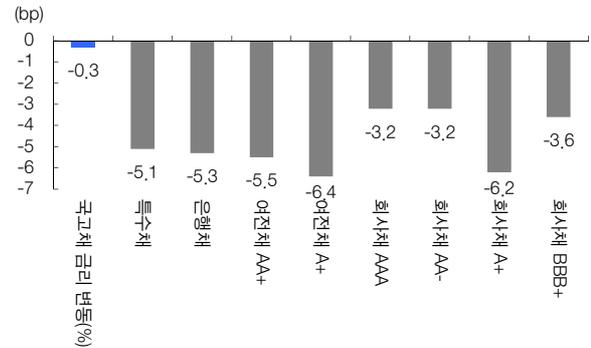
2분기 크레딧 채권 약세 나타내 상반기 크레딧 스프레드는 U자형 패턴을 나타내면서 약 3bp 축소되었다. 금리는 1분기에 큰 폭으로 축소되었으나 2분기 들어 1분기 축소폭을 반납하는 모습이 나타났다. 크레딧 채권 또한 1분기 수급 호조에 힘입어 강세를 나타냈으나, 2분기 들어서는 기준금리 인하에도 불구하고 금리 변동성 심화로 약세 전환되었다. MBS 매입 부담 및 글로벌 금리 변동성 심화 등이 2분기 금리 및 크레딧 채권 약세에 영향을 미친 것으로 판단된다. 기말 실적 발표 이후 신용등급 강등이 이어진 점도 스프레드 약세의 또 다른 원인이었다.

<그림1> 국고채 금리와 크레딧 스프레드 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권

<그림2> 전년도말 대비 금리 및 크레딧 스프레드 변동



자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 2015년 6월 19일 기준

<표 1> 2015년 상반기 국고채 금리 및 스프레드 변화 정리

구분	국고채 3Y 금리(%)							회사채 AA- 3Y 스프레드(bp)						
	월초 (A)	월말 (B)	B-A	평균	최대 (C)	최소 (D)	변동폭 (C-D)	월초 (E)	월말 (F)	F-E	평균	최대 (G)	최소 (H)	변동폭 (G-H)
15.01	2.10	1.97	-0.13	2.04	2.14	1.97	0.17	34.4	29.2	-5.2	31.5	33.9	29.1	4.8
15.02	1.97	2.04	0.07	2.02	2.10	1.94	0.16	29.2	25.2	-4.0	27.1	28.7	25.2	3.5
15.03	2.04	1.72	-0.32	1.86	2.00	1.72	0.28	25.2	25.2	0.0	25.3	25.4	25.1	0.3
15.04	1.72	1.85	0.13	1.74	1.85	1.69	0.16	25.2	26.2	1.0	25.4	26.2	25.1	1.1
15.05	1.85	1.75	-0.11	1.88	1.98	1.75	0.23	26.2	31.9	5.7	28.7	31.9	26.2	5.7
15.06	1.75	1.78	0.03	1.76	1.80	1.73	0.08	31.9	31.2	-0.7	32.0	33.2	31.2	2.0

자료: Intomax, HMC투자증권
주: 2015년 6월 19일까지 정리

2. 크레딧 이슈 1: 안심전환대출 MBS

은행권, 원치않는 MBS 인수

31.7조원 규모의 안심전환대출 실시 올해 3월 금융위원회는 가계대출구조 개선을 위해 변동금리 또는 이자만 갚고 있는 대출을 고정금리, 원(리)금 분할상환하는 대출로 전환시켜주었다. 금리상승 시 가계충격을 완화시키기 위한 목적이다. 2015년 안심전환대출 전환 목표치는 20조원이었으나, 목표치를 크게 상회하는 31.7조원(실제 대출 실행 규모, 신청규모는 33.9조원)의 대출이 실행되었다.

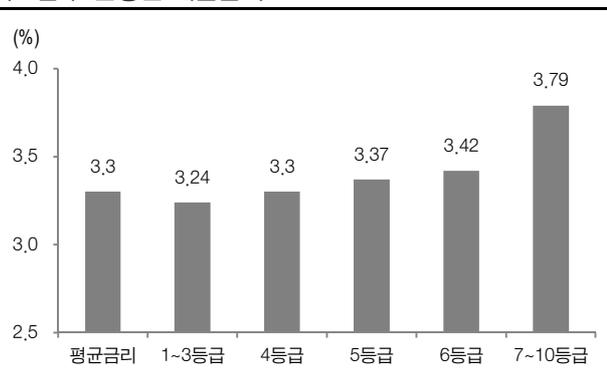
은행권 수익성 하락 안심전환대출은 은행들이 전환된 대출을 주택금융공사(이하 주금공)에 넘기고, 주금공은 안심전환대출을 기초로 MBS를 발행하여 양도대금을 마련하는 구조로 이뤄져 있다. 은행들은 대출 양도대금의 100%를 MBS 형태로 1년간 의무 보유해야 한다. 은행권이 대출 양도대금을 가계대출 재원으로 활용하여 가계부채가 증가하는 것을 막기 위해서이다. 이 과정에서 은행권은 3%대의 대출금리 대신 2%대의 낮은 MBS 금리를 수취하게 되었고, 은행권의 수익성 저하가 불가피하게 되었다. 주금공은 이를 보상하기 위해 20bp 가량의 수수료를 보상할 계획이지만 은행권의 수익성은 부정적인 영향을 받을 수밖에 없을 것으로 보인다.

〈표2〉 안심전환대출 요건

구분	주요이슈	주요내용
대상 및 요건	자격요건	은행권 주담대 대출자, 주택가격 9억원 이하, 대출잔액 5억원 이하(기존 대출 잔액 범위 내)
	대출시점	대출 취급후 1년 경과한 대출
	연체여부	6개월내 연체기록 없는 대출
	대출구조	변동금리 또는 이자만 상환중인 대출
신규대출	대출만기	10년, 15년, 20년, 30년(거차기간 없음)
	상환방식	원(리)금 분할상환(만기 20년 이내 상품은 원금의 70% 부분분할상환 가능)
	금리방식	①만기까지 고정 또는 ②5년마다 조정
LTV / DTI	LTV 70%, DTI 60%	
취급은행	시중은행, 지방은행, 기업은행 등 총 16개 은행	

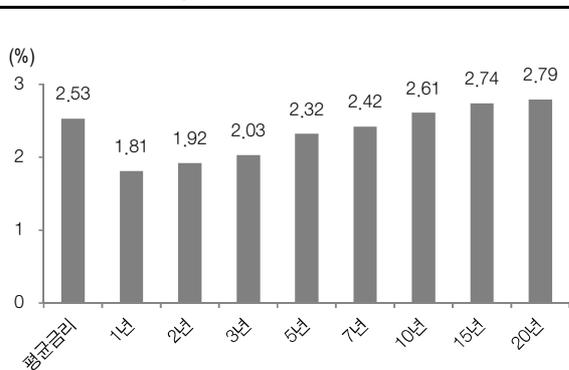
자료: 금융위원회, HMC투자증권

〈그림3〉 은행권 대출금리



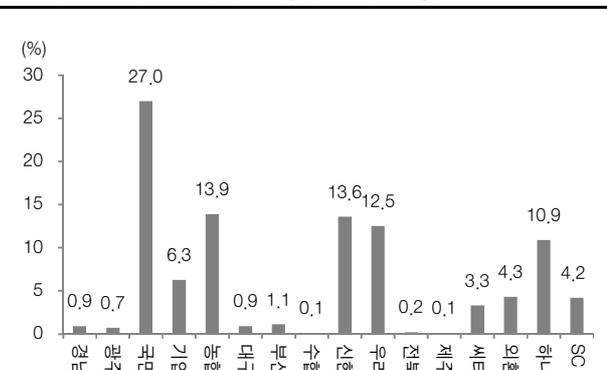
자료: Infomax, HMC투자증권
주: 2015년 5월말 일시상환방식 주택담보대출 기준

〈그림4〉 MBS 발행금리



자료: 주택금융공사, HMC투자증권
주: MBS 2015-09(5월 12일) 가중평균 발행금리

〈그림5〉 안심전환대출 은행별 취급 비중



자료: 금융위원회, HMC투자증권

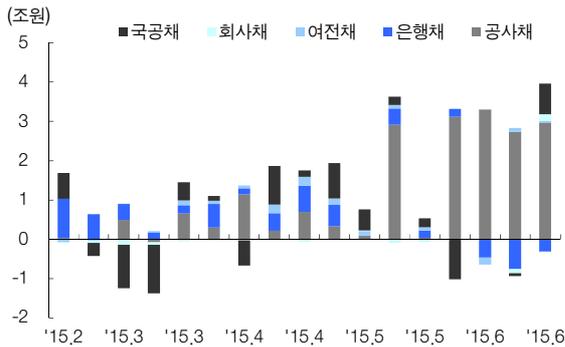
은행권 자산포트폴리오 변화

채권 수급에 부정적 영향 안심전환대출 실시로 인해 은행권 자산포트폴리오에도 변화가 나타나고 있다. 안심전환대출 실시 규모만큼 대출채권 계정에 있던 자금이 유가증권 계정으로 옮겨가면서 총 자산 중 유가증권이 차지하는 비중이 늘어나게 되기 때문이다. 이에 은행들은 기존 보유채권 이외에 추가로 MBS를 보유할 것인지, 기존 보유채권을 팔고 MBS를 보유할 것인지에 대한 결정이 필요하게 되었다.

이러한 영향으로 최근 투자자별 순매수현황을 살펴보면 은행권에서는 MBS 매입 부담으로 인해 기존 보유채권을 일부 매도하고 있을 뿐만 아니라 MBS를 제외한 타 크레딧 채권에 대한 매수규모를 크게 줄이는 모습이 나타나고 있다. 은행권 MBS 매입 부담이 크레딧 채권 수급에 부정적인 요소로 작용하고 있는 것이다. 안심전환 MBS 입찰이 진행되는 올해 7월초까지는 이러한 영향이 지속될 것으로 판단된다.

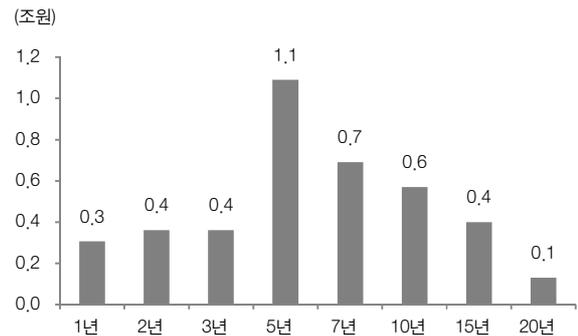
은행권 손익 변동 부담 증가 안심전환대출 MBS 매입으로 변동금리 대신 장기 고정금리 자산이 크게 늘어나면서 금리 변화에 따른 리스크도 높아지게 되었다. 6월 16일 안심전환 MBS 5회차의 가중평균만기는 6.9년이였다. 안심전환대출의 경우 원(리)금 균등 상환 조건이기는 하지만 평균 만기가 26년에 이르기 때문에 MBS 장기물이 발행될 수 밖에 없는 구조를 가지고 있다. 이에 은행권에서 매입한 MBS 장기물을 만기보유증권 계정으로 분류하여 손익 변동 부담을 감소시킬 것으로 보인다. MBS 단기물의 경우 매도가능증권으로 분류될 것으로 추정되는데, 이 경우 의무보유기간인 1년 이후 MBS 매도 물량이 늘어날 것으로 판단된다.

〈그림6〉 주별 은행권 채권 순매수규모 추이



자료: 금융투자협회, HMC투자증권

〈그림7〉 안심전환 MBS 만기별 발행규모



자료: 주택금융공사, HMC투자증권
주: 2015년 6월 16일 발행한 KHFC MBS2015-13 기준

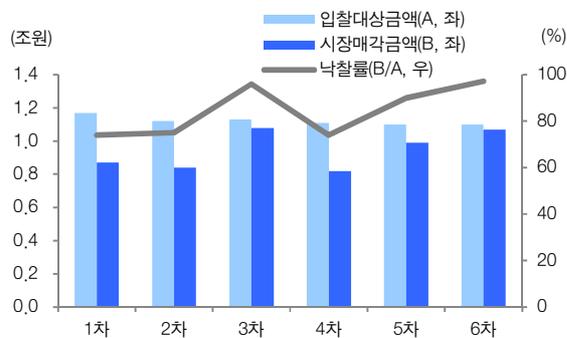
예상보다 양호했던 MBS 장기물 입찰

예상보다 양호했던 MBS 입찰 대규모 안심전환대출 MBS 발행으로 채권 시장에 수급 교란이 발생할 가능성을 우려해 정부는 안심전환대출을 기초로 발행된 MBS 중 만기 1·2·3·5·7년물은 ‘비경쟁 지분매각’ 방식으로, 은행별 안심전환대출 실행비율에 따라 인수하게 하였다. 다만, 만기 10·15·20년물은 ‘선경쟁 후 비경쟁 지분매각’ 방식으로 인수하게 되고, 선경쟁 방식으로 시장에 매각된 물량은 추후 추가적으로 매입하도록 했다. 이러한 조치에도 불구하고 시장은 MBS 미매각 또는 MBS 금리 실링(Ceiling) 발행으로 장기물 금리가 부정적인 영향을 받을 것이라는 우려를 나타냈다.

하지만 예상보다 MBS 입찰은 무난하게 진행되었다. 총 8차까지의 안심전환 MBS입찰 중 6차까지의 평균 MBS 낙찰률은 84%였다. 글로벌 금리 상승으로 국고채 장단기물 스프레드가 확대되면서 MBS 장기물 투자매력도가 높아진 것이 MBS 입찰에 긍정적인 영향을 미친 것으로 풀이된다.

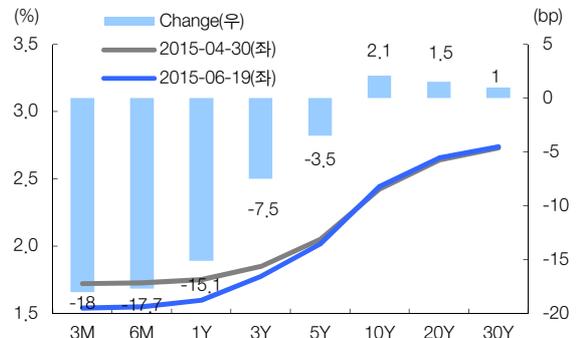
은행권 MBS 매입부담은 여전히 남아있어 MBS 입찰이 마무리되고 있지만 여전히 은행권의 MBS 매입 부담은 남아있다. 안심전환대출 MBS 입찰에서 선경쟁 방식으로 시장에 매각된 물량만큼 추가적으로 매입해야 하기 때문이다. 기존에 은행권에서는 콜옵션이 붙어있지 않은 상대적으로 만기가 짧은 3년 이하 만기의 MBS를 주로 매입해 왔었기 때문에 향후 MBS 단기물에 매수세가 집중될 것으로 보인다.

〈그림8〉 안심전환 MBS 입찰 결과



자료: 주택금융공사, HMC투자증권

〈그림9〉 국고채 yield curve 변화



자료: bondweb, HMC투자증권

3. 크레딧 이슈 2: 신용등급 조정 속도 가속화

AA급 등급 하락 강도 심화

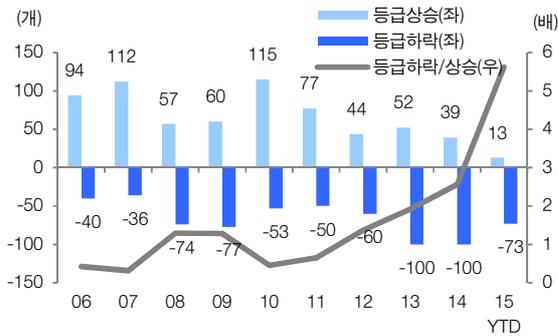
등급 하향기조 지속,
강도도 거세져

작년에 이어 올해도 등급 하향조정이 계속되고 있으며 그 강도도 세졌다. 올해 상반기(6월 18일 기준) 등급 상승 업체는 13개인 반면 등급 하락 업체는 73개에 이르렀다. 등급 상승 대비 등급 하락 비율은 2010년 0.5배에서 2015년 상반기 현재 5.6배로 증가했다. 재무안정성 저하, 지배구조 변화, 모회사의 지원의지 약화 등 등급 하락의 원인도 다양하게 나타났다.

등급 하락 강도를 심화시킨 근본적인 원인은 자체신용도(독자신용등급) 도입으로 판단된다. 기업의 최종신용등급은 기업의 자체신용도에 모회사의 비경상적 지원가능성을 더해 산정되는 것으로, 현재까지는 투자자들은 기업의 최종신용등급만 알 수 있을 뿐 자체신용도는 어떻게 평가되고 있는지 알 수 없었다. 하지만 금융당국에서 자체신용도의 도입을 추진함에 따라 신평사의 부담이 높아졌을 것으로 판단된다. 자체신용도와 최종신용등급의 차이가 시장의 예상수준을 벗어나는 경우 이를 가격에 반영시키는 과정에서 시장에 충격이 가해질 것이고 이 과정에서 신평사는 비난에서 피해갈 수 없을 것으로 보인다. 이에 신평사들은 자체신용도와 최종신용등급의 차이를 적정 수준으로 조정하였고 이 과정에서 신용등급 하락이 나타난 것으로 판단된다. 한편 올해 7월로 예정되었던 자체신용도의 도입은 또 한번 연기되어 그 시점을 예상하기 어렵게 되었다.

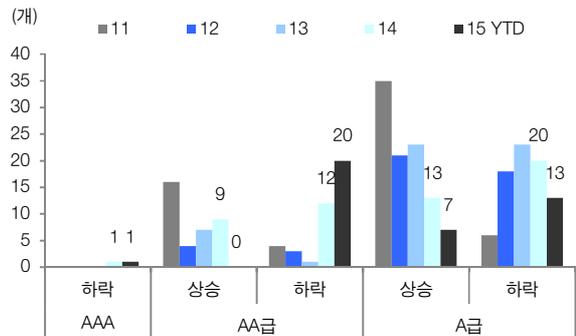
등급별로 살펴보면 AA급 우량물에서 등급 하락강도가 심화되었다. AA급에서의 등급 상승과 하락이 작년에는 각각 9건, 12건이었던 반면 올해 상반기에는 각각 0건, 20건이었다. A급에서의 등급 상승과 하락이 작년에는 각각 13건, 20건이었으며 올해 상반기에는 각각 7건, 13건이었다. A급에서도 등급 하락 비율이 높아지는 했지만 AA급에 비해서는 그 상승률이 낮은 편이었다. 우량물을 중심으로 등급 하락 강도가 거세진 것임을 알 수 있다. 자체신용도 도입을 앞두고 그동안 쉽사리 손대지 못했던 AA급 업체들의 신용등급을 조정하기 시작한 것으로 추정된다. AA급에서는 조선, 정유화학, 건설, 민자발전 업종 등에서 등급 하락이 많이 나타났다.

<그림10> 연도별 신용등급 변동 현황



자료: Infomax, HMC투자증권
주: 2015년은 6월 18일까지 반영

<그림11> 신용등급별 변동 현황



자료: Infomax, HMC투자증권
주: 변경전 등급 기준, 2015년은 6월 18일까지 반영

계속된 등급하향은 투자 스탠스 변화 이끌어 내 등급 하향 기조가 계속되면서 투자자들의 투자 스탠스에도 변화가 나타났다. 과거에는 투자자들이 안정적인 AA등급 투자를 선호하는 가운데 리스크가 있는 업종에는 투자하기를 꺼려했다. 하지만 저금리 환경이 지속되는 가운데 등급 하향 강도도 강해지면서 투자자들의 보수적인 투자 태도가 완화되어 펀더멘털의 저하가 채권 가격에 반영되어 있다면 투자수요가 생겨나고 있으며 캐리 메리트가 존재하는 A등급 투자를 늘려가는 방향으로 투자 스탠스가 바뀌어 가고 있다.

등급 조정은 여전히 진행 중 계속된 등급 하락에도 불구하고 아직까지는 등급 조정이 완전히 마무리 된 것은 아니라고 판단된다. 내수 침체가 지속되면서 기업들의 실적 개선이 지연되고 있는 가운데 신평사들의 자체신용도 도입에 대한 등급 조정이 아직은 마무리되지 않은 것으로 판단되기 때문이다. 따라서 향후 투자대상 기업의 펀더멘털 분석이 더욱 중요해질 것으로 판단된다.

〈표 3〉 2015년 AA급 이상 등급 변동 리스트

구분	회사명	등급 변경일	변경 전 등급	변경 후 등급	업종
등급 하락	포스코	2015-04-16	AAA	AA+	철강
등급 하락	지에스칼텍스	2015-02-25	AA+	AA	원유 정제
등급 하락	SK 에너지	2015-02-26	AA+	AA	원유 정제
등급 하락	신세계	2015-05-21	AA+	AA	백화점
등급 하락	메리츠캐피탈	2015-01-30	AA	A	신용카드 및 할부금융
등급 하락	GS	2015-02-25	AA	AA-	비금융 지주회사
등급 하락	지에스에너지	2015-02-25	AA	AA-	비금융 지주회사
등급 하락	포스코특수강	2015-03-16	AA	A+	철강
등급 하락	삼성토탈	2015-04-15	AA	AA-	화학
등급 하락	현대중공업	2015-05-20	AA	AA-	조선
등급 하락	삼성중공업	2015-05-21	AA	AA-	조선
등급 하락	평택에너지서비스	2015-01-14	AA-	A+	화력 발전
등급 하락	SK 인천석유화학	2015-02-26	AA-	A+	원유 정제
등급 하락	포천파워	2015-03-20	AA-	A+	화력 발전업
등급 하락	삼성정밀화학	2015-04-24	AA-	A+	화학
등급 하락	OCI	2015-05-13	AA-	A+	화학
등급 하락	현대삼호중공업	2015-05-20	AA-	A+	조선
등급 하락	포스코피앤에스	2015-05-26	AA-	A+	1차 금속제품 도매업
등급 하락	포스코건설	2015-05-26	AA-	A+	기타 토목시설물 건설업
등급 하락	대우인터내셔널	2015-05-28	AA-	A+	상품 종합 도매업
등급 하락	하남에너지서비스	2015-05-29	AA-	A+	증기, 냉온수 및 공기조절 공급업

자료: Infomax, HMC투자증권
 주: 2015년 6월 15일 기준

〈표 4〉 A등급 이상 채권 중 안정적 이외의 등급전망 보유 채권 리스트

회사명	신용등급	한기평		한신평		NICE 신평	
		등급	Outlook	등급	Outlook	등급	Outlook
KT(한국통신 케이트)	AAA	AAA	부정적	AAA	부정적	AAA	안정적
한국스탠다드차타드금융지주	AAA	AAA	부정적	AAA	안정적	AAA	부정적
한국스탠다드차타드은행	AAA	AAA	부정적	AAA	안정적	AAA	부정적
한국씨티은행	AAA	AAA	안정적	AAA	안정적	AAA	부정적
SK 이노베이션	AA+	AA+	부정적	AA+	부정적		
S-OIL	AA+	AA+	부정적	AA+	부정적	AA+	부정적
롯데케미칼	AA+	AA+	부정적	AA+	부정적	AA+	부정적
포스코에너지	AA+	AA+	부정적	AA+	부정적	AA+	부정적
제일모직(구 삼성에버랜드)	AA+	AA+ ↓				AA+	안정적
에스케이종합화학	AA	AA	부정적	AA	안정적	AA	안정적
호텔신라	AA	AA	안정적	AA	안정적	AA	긍정적
에스케이씨앤씨	AA	AA ↑		AA ↑		AA ↑	
삼성테크윈	AA	AA	부정적			AA ↓	
에스케이브로드밴드	AA-	AA-	안정적	AA-	안정적	AA-	긍정적
삼성물산	AA-	AA- ↑		AA- ↑		AA- ↑	
LG 생명과학	A+	A+	부정적	A+	부정적	A+	부정적
SK 증권	A+					A+	부정적
대웅제약	A+			A+	긍정적	AA-	안정적
세아베스틸	A+	A+	안정적	A+	부정적	A+	안정적
세이창원특수강	A+	A+	안정적	A+	부정적	A+	안정적
영원무역	A+	A+	긍정적			A+	긍정적
오일허브코리아여수	A+	A+	긍정적	A+	안정적		
하나캐피탈	A+	A+	긍정적	A+	안정적	A+	긍정적
한화투자증권	A+	A+	부정적	A+	안정적		
대우인터내셔널	A+	A+	안정적	AA-	안정적	AA- ↓	
포스코건설	A+	A+	안정적	A+	안정적	AA- ↓	
포스코피앤에스	A+			A+	안정적	AA- ↓	
한국씨티그룹캐피탈	A+	A+ ↓		A+ ↓			
현대하이스코	A+	A+ ↑		A+ ↑			
SK 건설	A	A	부정적	A	안정적	A	부정적
SK 케미칼	A	A	부정적	A	부정적	A	부정적
세이홀딩스	A	A	안정적	A	부정적	A	안정적
효성캐피탈	A	A	부정적	A	부정적	A	부정적
OCI머티리얼즈	A	A ↑		A	안정적		
대한항공	A-	A-	부정적	A-	안정적	A-	부정적
세이특수강	A-			A-	긍정적	A-	안정적
엘지실트론	A-	A-	안정적	A-	부정적	A-	안정적
외환에프앤아이	A-	A-	부정적	A-	안정적	A-	부정적
태영건설	A-	A	부정적			A-	안정적
한국토지신탁	A-	A-	긍정적	A-	안정적	A-	안정적
한진	A-	A-	부정적	A-	안정적	A-	부정적
현대비앤지스틸	A-	A-	긍정적	A-	긍정적	A-	긍정적
포스코엔지니어링	A-	A-	안정적			A ↓	

자료: Bondweb, HMC투자증권

주: 2015년 6월 15일 기준

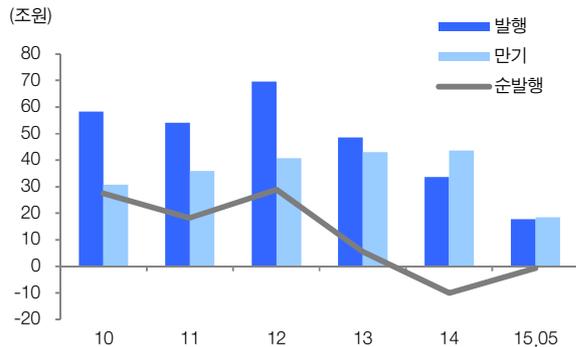
4. 섹터별 수급 전망

특수채: 순발행 감소, 특수채 빈자리에는 MBS와 회사채 장기물 대체

2014년 이후 특수채 순상환기조 지속 2014년 이후 특수채는 순상환 기조를 이어오고 있다. 2013년말 공공기관 정상화 대책 실시와 공사채 총량제 시행 등으로 일반 공사들의 발행이 제한되면서 특수채 발행량은 큰 폭의 감소세를 나타내고 있다. 특히 채권 발행량이 많았던 한국토지주택공사, 한전, 예금보험공사의 발행량이 절대적으로 줄어들었다.

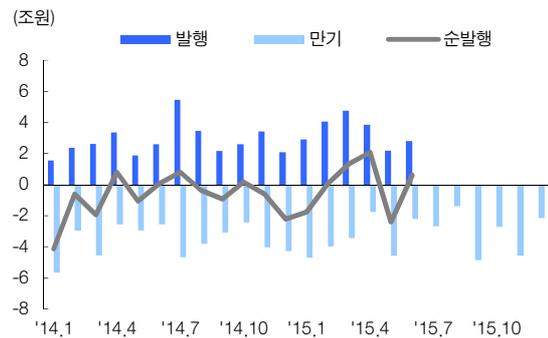
2017년까지 부채비율 관리 필요 하반기에도 이러한 순상환 기조는 지속될 전망이다. 하반기 특수채 만기도래 규모는 18.3조원으로, 상반기 20.6조원에 비해서는 줄어든면서 채권 발행이 줄어들 것으로 보인다. 이러한 가운데 부채감축 노력에 힘입어 공공기관의 부채비율이 개선되고는 있지만, ‘공공기관 정상화 대책’에 따라 공공기관들은 2017년까지 부채비율을 지속적으로 관리해야되기 때문에 채권 발행을 늘리기는 부담스러운 것으로 판단된다.

〈그림12〉 연도별 특수채 발행 및 만기도래 추이



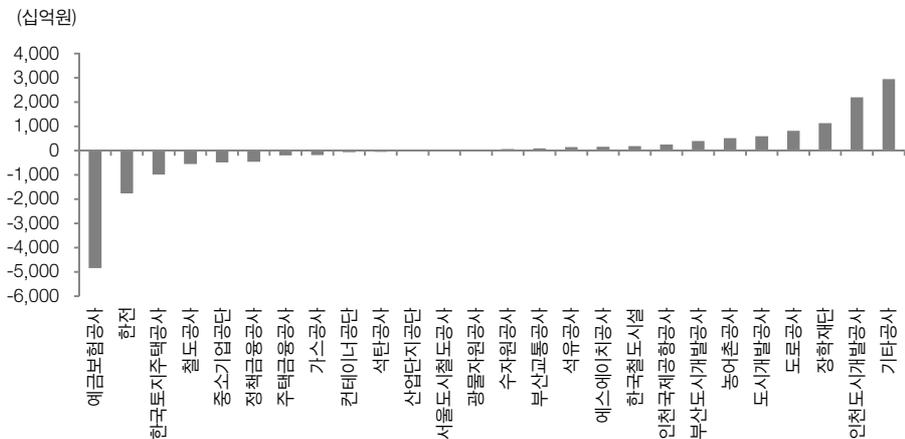
자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신종, ABS 등 불포함

〈그림13〉 월별 특수채 발행 및 만기도래 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신종, ABS 등 불포함, 2015년 6월 발행은 19일까지 집계

〈그림 14〉 2015년 상반기 공사별 특수채 순발행 규모

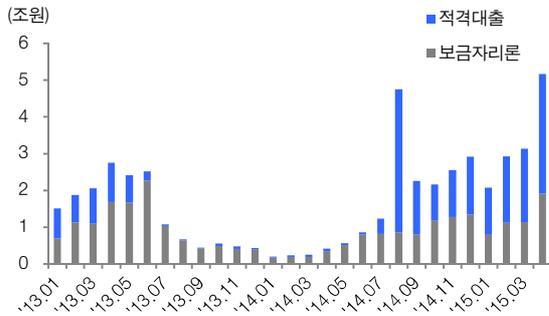


자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신종, ABS 등 불포함, 2015년 발행은 6월 19일까지 집계한 반면 만기는 6월말까지 집계

**공사채 발행 감소 영향은
제한적**

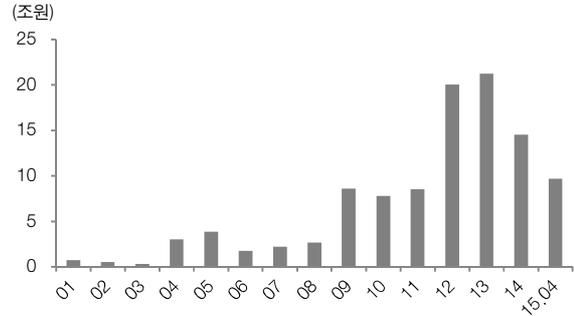
2014년에는 공사채 발행 감소로 수급이 개선되었지만, 올해는 공사채 발행 감소의 영향이 제한적일 것으로 판단된다. 올해 안심전환대출 MBS(32조원)을 제외한 주금공의 MBS 발행 예정 물량은 15조원 수준인 것으로 알려졌다. 하지만 전셋값 고공행진과 저금리 기조 속에서 주택 매수가 늘어나면서 변동금리가 아닌 고정금리를 적용하는 보금자리론 또는 적격대출 판매실적이 늘어나고 있다. 안심전환 MBS가 발행되지 않은(안심전환대출 5월 12일부터 발행) 올해 4월까지 발행된 MBS 물량이 9.7조원 수준인 점을 고려할 때 MBS 발행 물량은 이보다 더 늘어날 수 있을 것으로 보이며, 이는 특수채 발행 감소분을 충분히 메울 수 있을 것으로 보인다. 한편, 장기 크레딧물에서 차지하는 비중이 높았던 특수채 발행량이 줄어들면서 생긴 특수채 장기물의 빈자리는 우량등급 회사채 장기물 및 신종자본증권 등이 메우고 있다.

〈그림15〉 적격대출 및 보금자리론 대출 실행 추이



자료: 한국주택금융공사, HMC투자증권

〈그림16〉 MBS 발행 추이



자료: 한국주택금융공사, HMC투자증권

2. 은행채: 조건부자본증권을 중심으로 은행채 발행 늘어날 전망

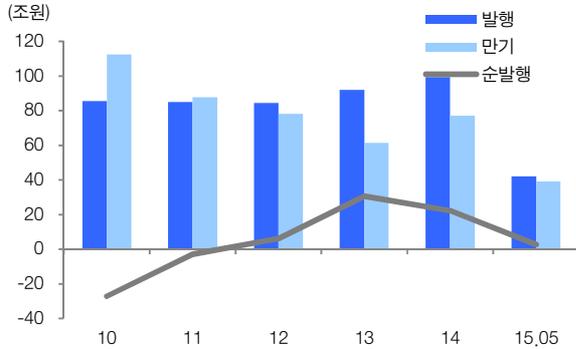
**은행채, 전년 동기 대비
순발행 증가**

올해 5월까지 은행채는 2.8조원 순발행을 기록했다. 주요 은행별로 살펴보면 중금채가 2.9조원, 신한은행채가 1.2조원 순발행되었으며, 산금채는 1.2조원 순상환되었다. 산금채 발행이 큰 폭으로 감소했음에도 불구하고 저금리 하에서 선제적으로 자금을 조달하려는 수요 및 자본확충을 위한 조건부자본증권 발행 수요 증가 등으로 은행채 순발행량은 전년 동기(2014년 5월까지 1.8조원 순발행) 대비 증가하였다.

**하반기, 산금채 및
조건부자본증권 발행
늘어날 전망**

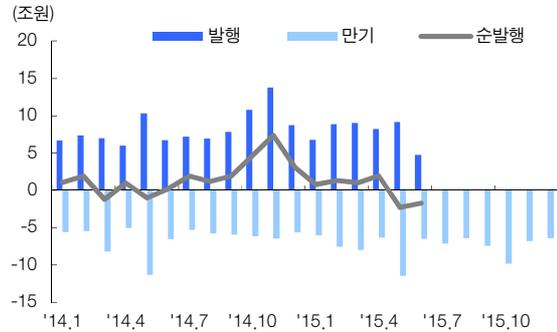
하반기 은행채 순발행은 늘어날 전망이다. 올해 초 산업은행이 63조원의 경기부양 자금을 공급할 계획임을 밝혔으나 5월까지 산금채는 순상환을 기록했다. 따라서 하반기에는 산금채 발행이 늘어날 전망이다. 뿐만 아니라 은행들의 조건부자본증권 발행이 지속될 가능성도 높다. 은행들의 현 자본적정성은 양호한 수준이지만, 최근 은행들의 수익성이 저하되는 가운데 2016년부터 바젤Ⅲ 추가자본(2016년 자본보전완충자본 0.625%, 경기대응완충자본 0~2.5%, D-SIB추가자본 1%)이 부과되는 점, 2015년 3.3조원의 바젤Ⅱ 자본증권이 자본으로 미인정되는 점, 올해 상반기 4.3조원의 후순위채가 만기도래한 점 등을 고려할 때 은행들은 조건부자본증권 발행을 통한 자본 확충 노력을 지속할 것으로 보인다.

<그림17> 연도별 은행채 발행 및 만기도래 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신종 등 포함

<그림18> 월별 은행채 발행 및 만기도래 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신종 등 포함, 2015년 6월 발행은 19일까지 집계

3. 여전채: 상반기만큼 활발하게 발행이 이뤄지지 않는 못할 전망

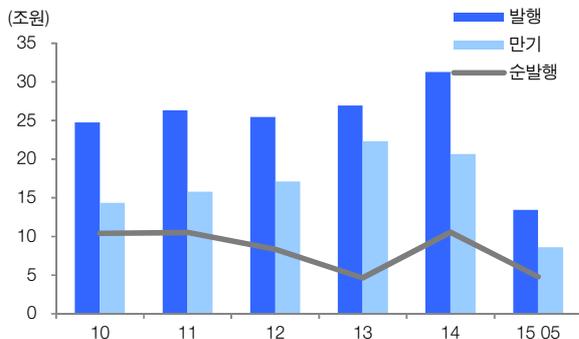
여전채, 상반기 순발행 가장 많았던 섹터

여전채는 상반기 순발행이 가장 활발하게 이뤄진 섹터였다. 5월까지 순발행금액은 카드채 0.7조원, 캐피탈채 4.1조원으로, 캐피탈채는 매월 순발행을 기록했다. 저금리 하에서 여전사들이 채권 발행을 통한 자금 조달 수요를 증가시키는 가운데 ELS 및 DLS 발행 증가 등으로 여전채에 대한 건조한 수요가 유지되면서 여전채 순발행이 증가할 수 있었던 것으로 판단된다.

규모는 줄겠지만 순발행 추세 지속될 전망

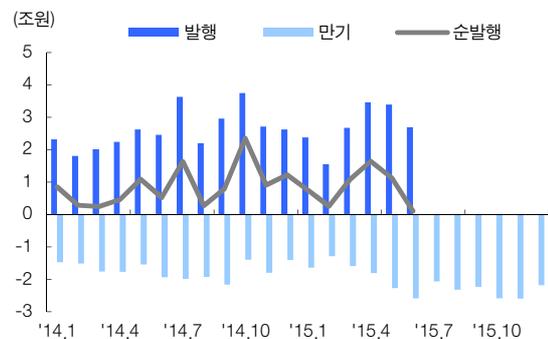
하반기에도 순발행 추세가 지속되겠지만 그 규모는 줄어들 것으로 예상된다. 하반기 여전채 만기 도래 규모는 8.0조원으로, 상반기 6.4조원과 비교할 때 발행이 증가할 전망이다. 이러한 가운데 여전사들의 경우 영업자산이 증가하는 한 자금 조달규모를 증가시킬 수 밖에 없기 때문에 순발행 추세는 이어질 것으로 보인다. 하지만 보험, 은행 등 업계간 자동차금융의 경쟁이 심화되고 있는 점, 연말(12월 22일) 레버리지규제 시행으로 자산 확대 부담이 존재하는 점, 연말 미 금리 인상 부담 등이 존재하는 점 등을 고려할 때 상반기에 비해서는 순발행 규모가 줄어들 것으로 예상된다.

<그림19> 연도별 여전채 발행 및 만기도래 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신종 등 포함

<그림20> 월별 여전채 발행 및 만기도래 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신종 등 포함, 2015년 6월 발행은 19일까지 집계

4. 회사채: 상반기 선제적인 자금 조달로 하반기 발행량은 줄어들 전망

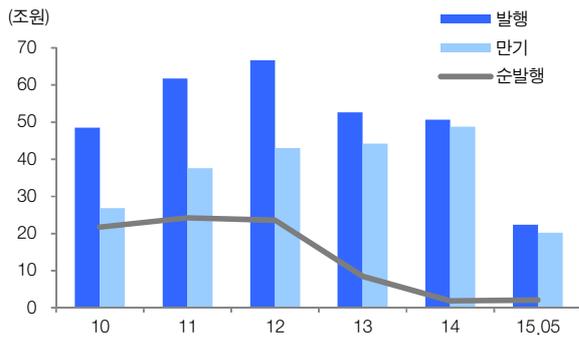
기업 선제적 자금 조달로
상반기 회사채 순발행 기록

2015년 상반기 회사채는 순발행을 기록했다. 계속된 경기침체로 기업들의 CAPEX 투자가 감소하는 상황에서 회사채 순발행을 기록했다는 것은 기업들이 저금리 환경 하에 선제적으로 자금을 조달했음을 의미하는 것으로 판단된다. 2015년 상반기 투자등급 회사채의 등급별 발행비중은 AAA급은 12.4%, AA급은 59.3%, A급은 22.7%, BBB급은 5.5%를 차지했으며, AA급 우량 회사채의 발행 비중이 절대적으로 높았다.

회사채 순발행 부진할 전망

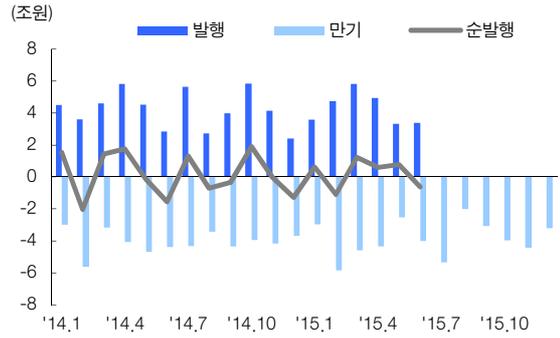
2015년 하반기 회사채 순발행은 다소 부진할 전망이다. 2013년부터 실적저하로 기업들이 CAPEX 투자 부담을 줄이기 시작한 결과 2014년 회사채 순발행이 큰 폭으로 줄었다. 2015년에도 차입금 감축 기조가 이어질 것으로 판단되는 가운데 상반기 선제적으로 자금 조달이 이뤄진 점을 고려하면 회사채 발행이 증가하기는 쉽지 않을 것으로 판단된다.

<그림21> 연도별 회사채 발행 및 만기도래 추이



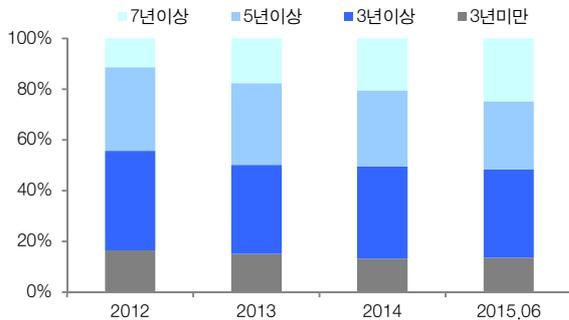
자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신중, ABS 등 불포함

<그림22> 월별 회사채 발행 및 만기도래 추이



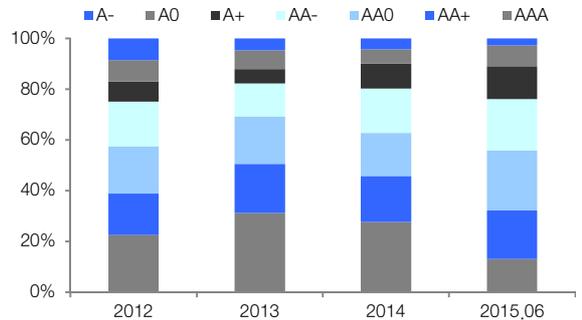
자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신중, ABS 등 불포함, 2015년 6월 발행은 19일까지 집계

<그림23> 회사채 만기별 발행비중 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신중, ABS 등 불포함

<그림24> 회사채 등급별 발행비중 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권
주: 신중, ABS 등 불포함

5. 하반기 크레딧 스프레드 전망 및 투자전략

하반기, 크레딧 스프레드 전반적으로 약보합세 나타낼 전망

금리, 3분기 추가 강세 이후
완만한 반등

올해 하반기 금리는 3분기 강세를 나타낸 이후 4분기 들어 미연준 정책금리 인상 가능성과 대내외 경기의 점진적 개선을 반영하며, 제한적인 금리 반등이 나타날 것으로 예상된다. 3분기 금리 강세를 예상하는 이유는 경기 하방 리스크가 높아지면서 기준금리의 추가 인하를 예상하고 있기 때문이다.

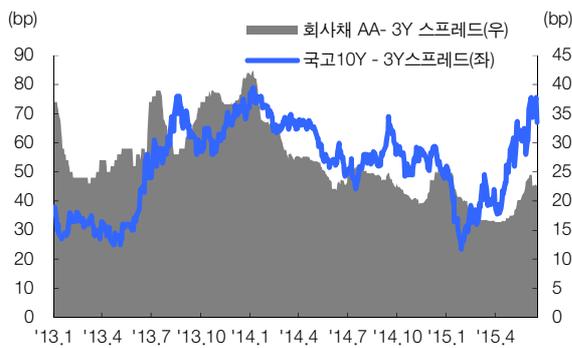
3분기, 수급 개선으로
스프레드 소폭 축소 전망

3분기에는 수급 상황이 개선되면서 스프레드가 소폭 축소될 전망이다. 안심전환대출 관련 MBS 발행이 7월 초에 마무리됨에 따라 수급 부담이 줄어들 것으로 보인다. 이에 2분기 확대된 스프레드에 대한 되돌림이 나타날 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 경기 불확실성 증대에 따른 금리 추가인하 가능성도 존재한다. 금리 인하에 대한 기대감이 크레딧 스프레드 축소를 지지해 줄 전망이다. 상반기 선제적으로 회사채가 발행됨에 따라 회사채 발행량이 줄어들 것으로 예상되는 점도 스프레드 축소가능성을 높이는 요인으로 판단된다.

4분기, 미 금리 인상 압력
점진적으로 스프레드 확대

4분기부터는 점진적으로 스프레드가 확대될 것으로 예상된다. 4분기에 접어들면서 미 연준의 정책금리 인상에 대한 우려로 크레딧 스프레드는 확대 압력을 받을 전망이다. 또한 12월에는 북클로징에 따른 영향으로 다소 큰 폭으로 스프레드가 확대될 것으로 보인다.

〈그림25〉 국고채 장단기 및 회사채 스프레드 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권

〈표5〉 크레딧 스프레드 추이 및 전망(평균, bp)

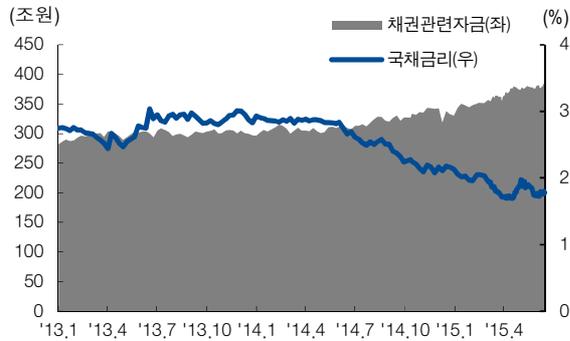
	특수채 AAA 3Y	은행채 AAA 3Y	여전채 AA- 3Y	회사채 AA- 3Y
14,1Q	21,7	21,5	47,6	41,7
14,2Q	18,6	18,1	36,8	34,1
14,3Q	17,7	18,1	35,7	33,5
14,4Q	15,3	16,2	35,5	30,8
15,1Q	11,0	11,8	30,2	28,0
15,2Q(F)	12,5	13,0	31,5	28,5
15,3Q(F)	12,0	12,0	28,0	27,0
15,4Q(F)	13,0	13,0	31,0	30,0

자료: HMC투자증권

A등급 채권 투자 추천

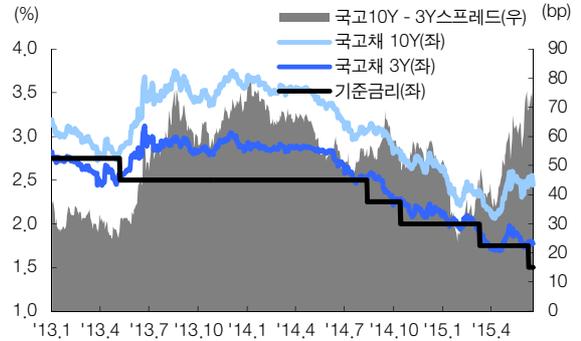
하반기 낮은 금리 레벨 하에서 캐리 메리트가 존재하는 A 등급 채권 투자 전략이 유효할 것으로 판단된다. 낮은 스프레드 레벨에도 불구하고 AA등급과 A등급 간의 스프레드는 거의 줄어들지 못한 가운데 추가적인 스프레드 축소여력이 남아있는 것으로 판단된다. 다만, A등급 채권의 경우 종목별 펀더멘탈 차이가 크게 나타나므로 종목 선별에 유의해야 할 것으로 판단된다. 투자 제약 요인이 많기는 하지만 은행이 발행하는 조건부자본증권도 우수한 캐리 메리트로 양호한 투자성과를 거둘 수 있을 것으로 판단된다.

〈그림26〉 국채금리 및 채권관련자금잔액 추이



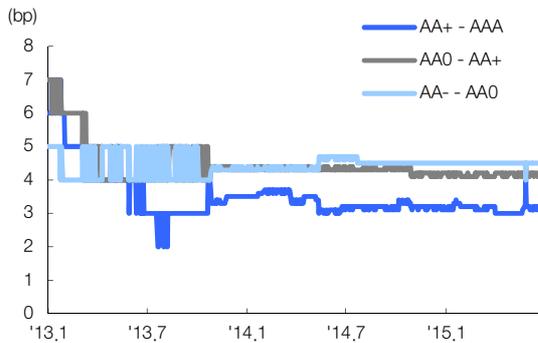
자료: Infomax, Bondweb, HMC투자증권

〈그림27〉 기준금리 및 국고채 장단기 스프레드 추이



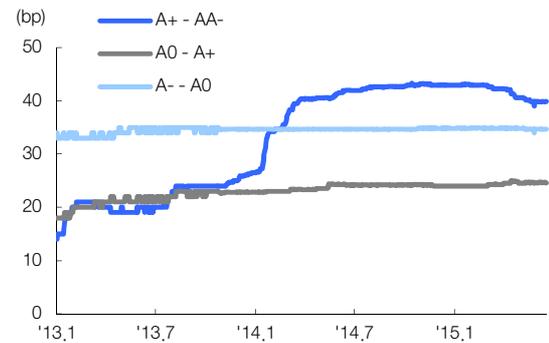
자료: Bondweb, HMC투자증권

〈그림28〉 AAA 및 AA등급 간 스프레드 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권

〈그림29〉 AA- 및 A등급 간 스프레드 추이



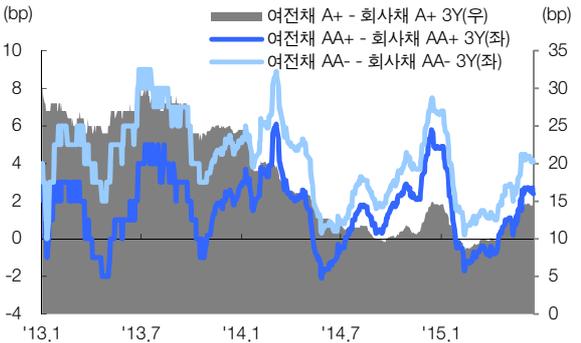
자료: Bondweb, HMC투자증권

〈그림30〉 공사채, 은행채, 회사채 스프레드 추이



자료: Bondweb, HMC투자증권

〈그림31〉 여전채와 회사채 스프레드 추이



자료: Infomax, Bondweb, HMC투자증권

• 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 • 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.
 • 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.